



Studies on the Legal Problems of Executive Stock Option Compensation in Chinese Listed Companies

著者	樊 健
学位授与機関	Tohoku University
学位授与番号	113
URL	http://hdl.handle.net/10097/56698

学 位 の 種 類 博士（法学）
学 位 記 番 号 法博第113号
学位授与年月日 平成25年9月25日
学位授与の要件 学位規則第4条第1項該当
研 究 科・専 攻 東北大学大学院法学研究科（博士課程後期3年の課程）
法政理論研究専攻
学 位 論 文 題 目 **Studies on the Legal Problems of Executive Stock Option
Compensation in Chinese Listed Companies**
(中国の上場会社における経営者に対するストック・オプション
報酬をめぐる法的諸問題)
論 文 審 査 委 員 (主査) 准教授 森田 果
准教授 白井 正和
施 天涛 (清華大学)
湯 欣 (清華大学)

論文内容の要旨

(1) スtock・オプションは、経営陣に対して、将来の一定の期間においてあらかじめ定められた一定の価額（行使価額）と条件で自社の株式を購入する権利を与える役員報酬の形態である。行使価額はStock・オプションの発行時点であらかじめ定められているため、Stock・オプションの付与を受けた経営陣は、自社の株価が上昇すればするほど大きな利益を得ることになる。すなわちStock・オプションには、その付与を通じて経営陣に自社の株価を上昇させる強いインセンティブを与えることで、株主の利益と経営陣の利益とを一致させ、株主と経営陣との間のエージェンシー問題（利益の不一致と情報の非対称性によりエージェント（この文脈では経営陣）がプリンシパル（この文脈では株主）の利益に合致しない行動をとる可能性が生じることによる問題）を解決する機能が期待されている。

もともと、Stock・オプションはあらゆるエージェンシー問題を解決することができる万能薬ではなく、近年では、Stock・オプションの付与により新たな問題（副作用）が生じつつあるとも指摘されている。具体的には、次の5つの問題が指摘されている。

第1に、経営陣は会社（取締役会）支配に関して重大な影響力を行使することができるために、報酬委員会や独立取締役が自らの責務を効果的に果たすことができず、経営陣はStock・オプションの形態で過大な報酬を受け取っている可能性があるとは指摘されている。

第2に、ストック・オプションは、経営陣に証券法等の法令に基づく規則を破るインセンティブを与える可能性があるとして指摘されている。ストック・オプションが付与される条件やストック・オプションを行使するための条件を不正に満たしたり、株価を意図的に吊り上げたりすることを通じて、経営陣は不正な利益を得ることが可能となるからである。

第3に、ストック・オプションは、経営陣に情報開示に関する非倫理的なインセンティブを与える可能性があるとして指摘されている。経営陣による情報開示は、その時期を操作することで、ストック・オプションの発行直前に株価を急落させる手段や、行使直前に株価を急騰させる手段ともなりうるからである。

第4に、ストック・オプションは、過大なリスクテイクやR&D投資の削減、大規模な解雇などを通じて、経営陣に、株主の長期の利益を犠牲にしつつ短期の利益を追求させる要因となりうるとして指摘されている。

第5に、経営陣は会社（取締役会）支配に関して重大な影響力を行使することができるために、取締役会または報酬委員会の判断を通じて、棚ぼた（windfall）の形で、十分な業績をあげているわけではない経営陣に対してもストック・オプションの付与・行使を通じた莫大な利益がもたらされている可能性があるとして指摘されている。

(2) 本論文は、ストック・オプションの付与に関して生じうる以上の5つの問題について、中国の上場企業を対象に、3つの異なる法的アプローチを通じて解決策を模索することを目的とする。そのアプローチとは、第1に、会社内部における経営陣に対する監督の機能を向上させることであり、第2に、会社外部の報酬コンサルタントによる経営陣に対する監督の機能を向上させることであり、第3に、会社外部の公的機関による経営陣に対する監督の機能を向上させることである。さらに、以上の3つのアプローチは、それぞれ事前の戦略と事後の戦略とに分けられる。

(3) 本論文の核となる主張は、次の3点である。

第1に、中国において報酬委員会が果たすべき役割は現状よりも拡大される必要がある。具体的には、①報酬委員会に対して、ストック・オプションに関する唯一の決定権限が与えられるとともに、②報酬コンサルタントの雇用・報酬の支払い・監督および解任に関する包括的な権限が与えられるべきであると主張されている。

第2に、中国において報酬委員会の委員である独立取締役が果たすべき役割は現状よりも拡大される必要がある。具体的には、①独立取締役と株主との利益を一致させるため、独立取締役にはストック・オプションが与えられるべきである、②明確な権限の付与とストック・オプションに関する情報開示の向上を通じて、独立取締役に対する「恥の制裁」（shame sanction）がより有効に機能するようにすべきである、③独立取締役に対して独立した客観的かつ専門的なアドバイスが与えられるようにすべきである、④代表訴訟制度の改革やストック・オプションに関する司法審査におけるより明確かつ厳格な審査基準の採用を通じて、独立取締役に対して民事上の責任の脅威がより有効に課されるようにすべきであると主張されている。

第3に、裁判所の権限や資本市場の機能が十分に強力ではないという中国の現状にかん

がえみれば、中国において、ストック・オプションの付与に関して生じうる以上の（1）で説明した）5つの問題に取り組むに当たっては、中国证券监督管理委员会（China Securities Regulatory Commission）が中心的な役割を果たす必要がある。具体的には、①中国证券监督管理委员会は、現在の開示規制を改革し、ストック・オプションに関する開示をより分かりやすく、透明で、包括的なものにすべきである、②同委員会は、どのような場合に報酬コンサルタントが独立していないと評価できるかに関する基準を確立し、独立していない場合には、報酬コンサルタントがストック・オプションに関して専門家としての意見を述べることを禁止すべきである、③同委員会は、ストック・オプションの付与に関して生じうる第3の問題（経営陣による情報開示の問題）、第4の問題（短期主義の問題）および第5の問題（棚ぼた利益の問題）に取り組むために、「遵守せよ、さもなければ説明せよ」に基づく新たな規則（“comply or explain” rules）を制定すべきであると主張されている。

論文審査結果の要旨

本論文は、既に述べたように、ストック・オプションに対する規律づけの問題について、中国の上場企業を対象に、3つの異なる法的アプローチを通じて解決策を模索することを目的とするものであるが、その成果については以下のように評価できる。

第1に、ストック・オプションに対する規律づけの問題について、中国の社会・経済的な現実をきちんと把握しながら、何が実効的な解決策となりうるのかを1つ1つ丁寧に考察するとともに、それらの考察を基礎として、独自の議論を展開している。

特に、独立取締役に対する規律として、「恥の制裁」を提言する部分は、本論文の独創的な点として高く評価できる。すなわち、法の移植（legal transplant）をめぐる議論においては、法制度インフラが十分に整備された欧米先進国で発達してきた法ルールを、いかにして法制度インフラの不十分な途上国において実施するのか、という点が重要な問題点として意識されてきた。米国のようにきわめて高度に発達した資本市場を背景に形成されてきたストック・オプションをめぐる法ルールを、そのまま中国に移植しても、直ちに実効的に機能することは期待できないのである。

そこで本論文は、従来中国において、独立取締役が経営陣に対する規律に失敗すると「恥の制裁」が働いてきたことに着目し、ストック・オプションに対する規律の設計に当たっても、メディアによる上場企業の監視を通じた「恥の制裁」の機能を強化するような方策（具体的には、情報開示の強化）が有効であると主張する。もちろん、かかる「恥の制裁」の機能がどこまで実効的でありうるのかについては、中国社会の実情についての追加的な実証的・理論的検証が必要となる。しかし、本論文のかかる主張は、独創的なものであり、単に中国法および会社法理論のみならず、法の移植をめぐる議論に対しても、大きな貢献をするものであると評価できる。また、筆者の視野が、単に法制度のみならず、法制度を

支える社会・経済制度にまで広がっていることを示すものであるとも言える。

第2に、本論文はその記述がきわめて平明であり論旨も明瞭である。本論文の課題について、関連する米国の膨大な文献・資料を課題に即して整理することは容易ではないが、本論文ではそれに、完全とは言えないまでも十分に成功していると評価できる。

第3に、分析にあたっては、さまざまな視点が縦横に活用されている点も、評価できる。すなわち、中国会社法・証券法の解釈という伝統的な法解釈学の視点のみならず、米国法を中心とした比較法によって、他国の「社会実験」から教訓を得て中国法の規整に生かそうとする視点、および、法ルールの背後にある実質的な利害関係を機能的に解き明かそうとする「法の経済分析」の視点とが、個別の場面に応じて適切に使い分けられており、筆者の法学研究者としての能力の高さが示されている。

もとより、本論文にも短所がないわけではない。本論文では、ストック・オプションに対する規律づけの問題への解決策として、複数の方策が示されているが、それらの方策の間の相互関係については分析の対象とされていない。そのため、本論文が提示する解決策が、中国におけるストック・オプションに対する規律づけの問題への必要十分な方策と評価できるかどうか（すなわち、複数の方策が同時に機能することで必要以上に過大な規制となっていないかどうか、または複数の方策が同時に機能するとしても規制としてはやはり不十分かどうか）は、必ずしも明らかではない。また、中国の社会的経済的背景を考慮した場合に、全ての方策に問題の解決を期待するのではなく、それぞれの長所短所を比較して、有効と考えられる方策に重点を置くことも必要と考えられるが、そのような比較もなされていない。

しかしながら、かかる分析が容易ではないことは事実であり、また、本論文に示された筆者の分析・検討能力を前提にするならば、筆者が今後の研究活動を通じて以上の難点を克服し、中国におけるありうべき解決策の全体像を解明することは十分に期待することができる。

以上により、本論文を、博士（法学）の学位を授与するに値するものと認める。